

新春討論会 二〇二一年の経済展望

海津 政 信 熊谷 亮 丸
嶋 中 雄 二 高田 創

はじめに

○増井理事長 これより、日本証券経済研究所が主催いたします恒例の新春討論会を始めさせていただきます。

毎年この時期に証券界を代表するエコノミストの皆様をお招きし、一年の経済、景気、株価等の見通しについて御議論いただく企画です。去年の開催時点では、まさかコロナがこのような状況になるとは思っていませんでしたので、コロナのこ

とは前提とせずにお話いただきました。皆様、結構強気な見通しも多かったと思いますが、今日もまたこの一年を占っていただければと思います。

ご登壇の皆様を御紹介いたします。野村證券金融経済研究所シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザーの海津政信様、大和総研専務取締役調査本部長でチーフエコノミストの熊谷亮丸様、三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与で景気循環研究所長の嶋中雄二様、岡三証券グローバル・リサーチ・センター理事長でエグゼクティブエコノ

ミストの高田創様です。

本年も海津様に司会進行をお願いしておりますので、マイクを海津様にお預けします。どうぞよろしくお願いたします。

○海津 海津でございます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

最初に、私から昨年の振り返りを少しさせていただきます。ただいて、その後、世界経済、日本経済、マーケットという順番でお話を進めたいと思います。

昨年新春討論会は一月一七日でしたので、新型コロナウイルス感染症のパンデミックは全く予想できていませんでした。ですから、これをもとにした世界経済不況は予想の外であったわけです。ただ、昨年末の日経平均の予測は約二万五〇〇〇〜二万七〇〇〇円でしたので、結果的にはそれほど変わらずに終わることができたと思います。

その理由を考えてみますと、マクロ景気ほど日

本の上場会社収益が落ち込まなかったことが挙げられます。リーマン・ショックのときは約八〇%の減益でしたが、今回は、二〇一九年度と二〇二〇年度を合わせても恐らく三五〜四〇%ぐらい、リーマン・ショック時の半分程度の減益で済む格好になっています。当時は、例えば自動車はローンが全く使えなくなつて、アメリカの自動車需要は、二〇〇七年の一七〇〇万台が二〇〇九年には一〇〇〇万台という強烈な落ち込みを見せました。今回は、一七〇〇万台が一時的に一四五〇万台ぐらいまで落ちましたが、既に一六〇〇万台ペースに戻ってきています。その辺が大きく違っていると思います。

また、テレワークの普及でハイテク分野はむしろ後押しを受けている感じもあります。空運や陸運、飲食、ホテルなど、極めて厳しい影響を受けている業種もありますが、リーマン・ショックほ

どの収益の落ち込みにならなかったのが、株価の見通しが大きく違わなかった主な理由かと思えます。

もう一つは、世界中の中央銀行が積極的な緩和政策をとって、アメリカの長期金利も、一〇年債の利回りがようやく今一・一％ぐらいになっていますが、一時は〇・六％ほどでした。結局、予想PEERが、昨年末で、米国が約二二・五倍、日本が二〇倍弱と切り上がったため、収益が想定ほど落ち込まなかったこととの組み合わせで、結果的には景気の割に株価は相当しつかりして終わったと思います。

一、世界経済の展望

○海津 さて、振り返りはこれぐらいにしまして、今年から来年にかけての世界経済の展望を一

通りお聞きして、議論を深めていきたいと思えます。

それでは、熊谷さんから順にお願いいたします。

○熊谷 大和総研の熊谷でございます。よろしくお願いたします。

景気循環については、この後、嶋中さんを中心に深いお話があると思いますので、私からは、構造的な部分で、多様な視点、違う視点を提供させていただきたいと思えます。

昨年七月に日経B Pから『ポストコロナの経済学』という本を出させていただいたのですが、この本を菅総理がお読みになり、そうした御縁もあって昨年一〇月に経済・金融担当の内閣官房参与を拝命いたしました。その本で展開した主張は、ポストコロナ時代には八つの大きな構造変化が起きるといことです(資料P10)。過去の歴

史を見ると、グローバリゼーションと感染症拡大はセットで進行し、長期化するケースが多く、そう簡単には終わっていません。したがって、基本的には世界経済も緩やかに戻る方向ではあるものの、その力は極めて弱く、もとの水準まではなかなか戻りにくいと考えています。

まず一点目は、今までの弱肉強食の新自由主義・グローバル資本主義が、SDGsを中心としたいわゆるステークホルダー資本主義へと変わっていきます。

二点目は、パンデミックの逆進性が社会の分断をもたらす。反グローバルイズムやナショナリズムが広がることで、この一つのあらわれがトランプ前大統領の迷走です。

三点目として、資本主義と共産主義が底流において恐らく一〇〜二〇年程度の時間軸で覇権争い続け、これによってブロック経済化や地政学的

リスクが増大します。その中で日本は、ブロック化されるIT以外の広い分野、例えば観光や農業といった経済面では中国と協力しながら、政治面では是々非々で、基本的人権の尊重、民主主義、自由貿易、ルールの遵守といった原理原則についてはしっかりと主張していく必要があります。

四点目は、グローバルなサプライチェーンの再構築です。今までのサプライチェーンは、平時の経済コストだけを見たもので、例えばウォン／円レートが幾ら、韓国の労働コストが幾らといった非常にナイーブなものでした。しかし、これからは、平時のコストが少々高くなったとしても、大震災なども含めた有事のときのコスト、もしくは中国との対立などの政治的コストまで含めて再構築する必要があります。

五点目が、世界的な過剰債務の問題で、これは非常に深刻な状況にあります。過剰債務がリーマ

ン・ショックと同じぐらいの金融危機を招くとしてテールリスクを計算してみると、ヨーロッパはGDPが六%ぐらい落ちてもおかしくありませんし、世界大恐慌並みの最悪のケースでは、それこそ二桁に近いぐらい先進国のGDPが落ちてもおかしくないほどのです。また、潜在成長率も、先般の日銀の発表ではマイナスでしたが、弊社の悪いシナリオでは、ゼロ、もしくはマイナスまで落ちてしまいます。

六点目が、財政赤字の野方図な拡大から来る財政政策と金融政策の融合という問題。

七点目が、リモート社会の到来によって優勝劣敗が進み、伸びる産業とそうでない産業が二極化する、中長期的には産業の新陳代謝が必要になります。

最後に八点目として、今東京からの人口流出が続いていますが、中央集権型から分散型ネット

ワークへと移行することによって、わが国では地方創生の千載一遇のチャンスが生じます。

これら八つの大きな構造変化が進む中で、世界経済はやはり低成長を余儀なくされるだろうと考えています。数字で申し上げますと、アメリカの今年の成長率はプラス三・六%、ユーロ圏はプラス四・三%、中国はプラス八・〇%です。中国やアメリカが相対的に強い一方で、ヨーロッパは感染拡大の影響で弱い。

二〇一九年の一〇―一二月期を基準に、そこまで回復できるか否かという視点でいえば、中国は既に昨年の七―九月期に回復しています。アメリカは恐らく今年の一〇―一二月期。これに対して日本は、メインのシナリオでは二〇二二年の四―六月期ですが、感染症の状況次第ではかなり後ずれし、下振れする可能性があります。ヨーロッパは二〇二二年後半以降です。

これからの感染の状況、ワクチンの状況次第ですが、世界経済全体としては、戻りは非常に弱く、下振れの懸念をはらんでいるという考え方がです。

○嶋中 嶋中でございます。熊谷さんから非常にわかりやすい御説明があったので、私からは、数字的な説明も含めて世界全体の話をしたいと思えます（P22表1）。

「IMFの世界経済見通し」では、世界全体で、二〇二〇年は四・九%の落ち込み、二〇二一年が五・四%となっていますが、私ども景気循環研究所では昨年一二月時点で、世界全体で二〇二一年が五・九%、二〇二二年が二・六%とかなり強気の見通しでした。

ただ、緊急事態宣言を受けて、日本の成長率が一―三ヶ月に大きく落ち込み、マイナス成長にならないと得ないということで、二〇二一年の

「三・三%」を「二・三%」に変えました。そして、二〇二二年は一・〇%としています。したがって、世界全体では、二〇二一年が五・八%、二〇二二年が二・七%です。

米国経済は、二〇二一年が四・七%で、二〇二二年が二・二%との見方です。

欧州は二〇二一年が五・九%で、やや強過ぎる感じも率直に言っていますが、今のユーロ圏の製造業の景況感が強いところなどを見ていると、成長率は意外に高い可能性もあります。二〇二二年は一・六%です。

そして中国ですが、本日午前中に二〇二〇年一〇―一二月期のGDPが発表され、実質で前年比六・五%のようです。前期比に換算すると二・六%です。前期比は七―九月期が二・七%でしたので、ほぼ変わらない強目の成長です。前年比は七―九月期が四・九%でしたので、前年比ではど

んどん上がっています。

一―三ヶ月も相当な上がり方で、前年比一九・二%とみています。ただし、これは、昨年一―三ヶ月の中国がコロナで真つ先にやられたところと比べているからでもあります。中国の成長率は、二〇二〇年は一・八%と見ていたのですが、一〇―一二月期の発表を受けて二・三%に修正しました。二〇二一年は引き続き強気で九・九%、二〇二二年は四・九%としております。

二〇二一年が強くて二〇二二年が比較的弱いのはなぜか。これは日本とアメリカについても言えることですが、給付金が大きく出されたことが要因です。緊急事態宣言を受けての給付金で貯蓄がふえ、貸し出しも増加して、日本ではM2マネーストックが二〇二〇年一二月に前年比九・二%です(P22図1・2)。これは一三・二%を記録した一九九〇年五月以来の数字です。その前をさか

のぼると、一九七二年一月の二八・五%で、過剰流動性のときがそうでした。日本列島改造プログラムが続く中で石油ショックが起こったときです。マネーストックが顕著に拡大した後に何が起こるか、残念ながら指摘しておかなければなりません。あまり使いたくはないのですが、バブルの可能性があるということです。

その動きはアメリカのほうが劇的です。二〇二〇年一二月のM2マネーストックは前年比で二五・七%でした。第二次世界大戦中の一九四二年八月に前年比三四・七%になったことがありましたが、そのとき以来、約七八年ぶりの大幅な伸びです。

これも給付金や貸し出しを増やさざるを得なかったことが背景にあります。トランプ大統領のときには一人当たり六〇〇ドル(約六万円)、バイデン次期大統領も、一・九兆ドル(約二〇〇兆

円)の景気対策を行い、一人当たり一四〇〇ドル(約一五万円)の現金給付を追加するとしています。これは、短期的に景気をよくすることにはなりません。当然のことながら預貯金の増大につながり、マネーストックを非常に拡大させます。

このような状況になると、後で波乱が起こる可能性があります。したがって、FRBは、今はさほど思っていないけれども、次第に、投機的な動きがあつてはいけない、経済が過熱する懸念があると思うようになり、二〇二二年の初めぐらいにはテーパリングの動きが出てくるかもしれません。そう考えると、長期金利がかなり急騰し、株価がピークアウトするのは今年ではないかと思つてしまふわけです。先ほど熊谷さんからも過剰債務などについてご指摘がありました。今アクセルを踏んでいることが後で問題を引き起こすリスクがあるのではないかと思えます。

ただ、そうは言っても、やはりコロナ次第です(P22図3)。アメリカのコロナ感染の致死率を、「新たな死亡者数」を分子、「新たな回復者数+新たな死亡者数」を分母とし、入院治療中の人を除いて計算すると、昨年三月一日は九四・七%です。これは新規感染者数が少なかったとはいえ、非常に高い数値でした。ところが、一月一四日時点では三%とかなり下がってきています。

これがある意味、経済的な安心感につながり、投資に向かう動きが起こりやすくなっているのかもしれません。重症化のリスクはあるものの、当初に比べ致死率が大きく低下していることは若干安心できる材料です。株式市場、不動産市場などでは活発な動きも出てきますので、逆に意外に早く、政策当局から、世界経済の過熱を止める動きが出てくる可能性があるのではないかというのが私の見方です。

○高田 今年も貴重な機会をいただきまして、どうもありがとうございます。

まずは世界経済の展望、その後、日本経済や市場について議論することですが、世界経済を語るうえで、市場と分けて考えるのが難しくなっているという思いもありまして、最初に全体的な問題提起をさせていただこうと思います。

二〇二一年のキーワードとして五つの論点を挙げました（P 25）。

一つ目は「経済は回復するが戻りきらず」です。去年大きく下がったところからは回復しますが、全体的にはコロナ前の水準に戻りきれないと思います。アメリカ経済は今年中にコロナ前の水準にある程度戻るかもしれませんが、ヨーロッパと日本については、回復は二〇二二年、場合によってはもう少し先になってしまうという見方をしています。

I M F のゴピナート調査局長が「A Long, Uneven and Uncertain Ascent」という言い方を昨年後半にしていますが、私も同じイメージです。回復はするものの、まだらで不確実性が強い状況だと思います。

また、私はこの一年間、「コロナ七業種」という言葉をよく使いました。これは私独自の言い方で、飲食サービス業、生活関連サービス業、娯楽業、宿泊業などです。これらの業種の苦境が続き、二極化がグローバルに生じやすく、なかなか回復期待が出にくいと思います。

一方で、資産価格はコロナ前よりも上がっています。過去には、日本ではバブル崩壊、グローバルではリーマン・ショックなど、いろいろな危機がありました。今回はそれ以上の大変な危機です。ただし、「資産デフレなき初の『危機』」で、極めてまれな危機ではないかというのが二つ目の

論点です。最初に市場とあわせてと申し上げたのは、そのような意味です。これが今回の一つの大きな特徴だと思います。

しかも、嶋中さんから、早めにこれに対応しようとする動きがあるのではないかというお話がありました。私もいずれはそうなると思いますが、従来のインフレ懸念やバブル懸念に比べると、コロナ七業種の苦境が予想以上に強いので、そのような意識がなかなか出にくいのではないかと思っています。

三つ目は「世界の日本化、日本の見直し」です。バブル崩壊のときは、日本だけが苦しんで、いわゆる日本化と言われましたが、今回の危機は世界的なもので、日本も世界並みといえますか、世界が日本化していることが一つの特徴ではないかと思っています。

四つ目は「資本主義とデータ主義」です。経済

は回復するものの、なかなか戻りきらない中で資産価格が上がっているのは、富が資本家とデータに集約されてしまう、つまり、ピケティの『21世紀の資本論』的には、 r と g の関係で、 r に収益が集まっているということです。その状況が皮肉にもコロナによって加速し、資本の面でも二極化が生じやすく、資本の不足と資本の余剰の循環に伴い、M&Aが起きやすいのではないかと思えます。

昨年の春ごろに比べ、それなりに安心感が出るところまで世界景気が持ち直したのは、アメリカが予想以上によかったのと、中国が非常によかったのが大きいと思います（P.26）。

特にアメリカは、低金利で住宅が伸びていることに加えて、IT関係が良くて、起業もふえています。

中国は、相当戻りが早く、昨年は二・三%と予

想以上の数字で、世界の製造業をかなり底上げしました。それが日本の特に大企業の盛り返しに大きな影響を与えているのではないかと思います。

この状況が今年も続くと、二極化の構造でいえば、サービス業を中心としたコロナ七業種は非常に厳しい中で、大企業は意外と良くて、それが株式市場にも影響を与え、資産価格が結局は危機前よりも伸びてしまうという従来とは違う構造になると思います。

その背景にあるのは、「世界の金利水没マップ」にあるように、日本とヨーロッパを中心に、マイナス景気が広がったことです（P29）。中国とインドは去年と同様、今も白で金利はプラスですが、資源国、アメリカ、アングロサクソンの金利は、去年はほとんどプラスでしたが、今回は色がついていて、ゼロに近い状態になってしまったのが大きな違いです。これが資産価格を大きく支

え、今年は今後半ぐらいから、やや資産効果を生むような形で、企業の投資も含めた動きが出やすいのではないかと思います。

その観点からすると、回復感が出にくいものの、世界的には何となく資産効果で底上げされやすい。その点に関してバブル的な意識はありながらも、コロナ七業種があるがために、引き締めで対応しようという動きが出にくい状況が続くというのが、私の最初の問題提起です。

○海津 それでは、私から野村の見方を少し御紹介したいと思います（P3右）。

世界全体は、二〇二〇年のマイナス三・五%の後を受けて、二〇二二年はプラス五・九%、二〇二二年がプラス四・六%です。政策効果とワクチンの実用化で回復色を強めていく可能性があると考えています。二二年は米国がプラス四・三%、ユーロ圏がプラス四・五%です。日本は暦年の場

合ではプラス二・三%、中国はプラス九・〇%見通しです。

米国経済の見通しについて、バイデン政権の政策を少し御紹介しつつ見ていきます。

昨年一月三日の大統領選挙と議会選挙で全て決まりきらず、一月五日にジョージア州の決選投票が行われ、民主党が二議席を確保したことでアメリカの上院は五〇対五〇になりました。上院の議長は副大統領が兼務しますので、意見が割れた場合は、ハリス副大統領が民主党につくことになります。これにより、大統領が民主党、下院も民主党、そして上院も議長の裁定を入れれば民主党優位となり、準ブルーウェーブで、バイデン政権が考えていた政策の幾つかがそれなりに実現すると見られています。

米国の実質成長率は、二〇二一年が四・三%、二〇二二年が五・〇%の予測ですが、さすがに足

元は感染拡大で米国もサービス産業がかなりもたついているので、今年の第1四半期はほぼ横ばい。その後、経済政策の効果がでてきて、第2四半期以降、前期比年率四・七%、六・八%、五・四%と本格的に回復する見通しになっています（P4左）。

前提としては、昨年末に第四弾の九〇〇億ドルの経済対策を決めています。これに加えて、今年三月に一兆ドル規模の追加対策を見込んでいます。バイデン次期大統領は一・九兆ドルの経済対策を打ち上げていますが、さすがに財政赤字もかなり拡大してきていますし、民主党の中にもやや保守的な方々がいるので、私どものニューヨークのエコノミストは、一・九兆ドルそのままではなく、一兆ドル程度の追加対策として決まってくるのではないかと言っています。そして、バイデンがかねてより言っているグリーンを中心とした

二兆ドル規模のインフラ投資法案が九月ぐらいに成立することもこの予測の中に織り込んでいます。

増税については、共和党と民主党内の保守派の反対で実現しない可能性がやや高く、結果的に財政支出動が大きくなる分だけ景気を持ち直しは強くなると見えています。

ワクチンが、異例に早いタイミングで出てきたことから、政策効果とワクチンの実用化・普及で、比較的強めの景気見通しを持っています。

二、バイデン政権の経済政策

○海津 以上が世界経済の見通しですが、米国の政策マターの話を少し敷衍して議論してみたいと思います。嶋中さんから順にいかがでしょうか。

○嶋中 既にバイデンさんは一・九兆ドルの追加

景気対策を発表していますが、海津さんのご説明の通り、実現できるのは一兆ドルぐらいという見方がコンセンサスのようです。ただ、一人当たり一四〇〇ドル（約一五万円）の現金給付は何としても実現すると思うので、これによってマネーストックが積み上がります。財政赤字はふえるので、増税議論がどうしても出てきますし、景気過熱や財政赤字拡大に対する懸念として長期金利が上がりやすくなります。

アメリカのISM製造業景況指数（PMI）は、二〇二〇年一二月が六〇・七ポイントです（P18図1）。五〇が景気判断の分水嶺ですので、アメリカの景気は非常によく、中国、ユーロ圏、日本と比べても好調です。ただこれは、コロナ禍による金融緩和、財政支出によって創出された面があります。

NAHB（全米住宅建設業協会）が発表してい

る住宅市場指数、これは住宅業者を対象に一戸建ての住宅販売の状況を聞いたものですが、五〇が分水嶺のところ、最新データの二〇二〇年一月は九〇と、統計開始以来、最高の水準です（P 18

図3）。新築住宅建築許可件数も非常に多く、新築住宅販売も好調です。さらには、中古住宅在庫月数も統計開始以来の数値で、在庫が非常に少なくなっています。このような状況を反映して、FHFA（米連邦住宅金融庁）の住宅価格指数は、二〇二〇年一〇月で前年比一〇・二%です。リーマン・ショック前の二〇〇五年一〇月の一〇・四%以来の伸びで、住宅販売及び不動産価格は極めて好調です。

この背景には、金融緩和、財政出動があります。コロナ禍で移住が進んでいることも大きいようです。テスラのCEOとして有名なイーロン・マスクさんがカルフォルニア州からテキサス州に

移住しましたが、富裕層だけではなく、テレワークをするために移住が流行っているようです。この動きは日本でも起こっていて、世界的な潮流になりつつあります。

S & P 五〇〇株価指数とISM製造業景況指数の動きからすると、今年の七月九月期にニューヨークダウが三万三〇〇〇ドルになってもおかしくないと見えています（P 18 図2）。製造業の景況感が上がり、住宅投資も拡大し、結局、個人消費も物価も上がって、今とはかなり雰囲気違ってくるのではないかと思います。

一方、バイデン政権のもう一つの問題として、対中姿勢をどうするかが問われてきます（P 18表1）。国際協調路線に転換するものの、対中政策については、中国の不公正な経済慣行や人権抑圧を非難し、対中強硬姿勢を維持するのではないかとされています。基本的には、いわゆる第一段

階の米中合意に基づいて、中国が輸入しなければならぬことになっていく農産物の輸入額の積み残しがないように要求する。しかし、トランプ政権が行った対中関税については次第に引き下げ、より開放的な方向を模索すると思います。ただ、TPPに加盟するかについては、民主党が労働組合中心の政党ということもあり、すぐには難しいので、これは中間選挙後の課題になってくるのではないかと思います。

○熊谷 まず一点目として、バイデン政権が増税をする一方で、それ以上に歳出を拡大した場合、日本のGDPがどれだけ上がるか、マクロモデルを使って計算しました。

シナリオの一つ目はトリプルブルーのケースです。このとき、二〇二三年の日本のGDPは単純計算で二%ほど押し上げられます。二つ目はトリプルレッドのケースです。もう可能性はゼロです

が、トランプが勝って上下院とも共和党が優位になった場合、日本のGDPは二〇二三年に一%上がります。これに対して、「バイデン+ねじれ議会」のときは、ほとんど政策が実現しないので、〇・五%程度の押し上げ効果です。したがって、あらゆるケースの中でトリプルブルーが一番プラスの効果が大きいと言えます。

二点目は、モデルには織り込まれていない要素があることです。一つは、バイデン政権が規制を強化する点です。トランプ政権は徹底的な規制緩和を行い、中小企業の景況感が戻りましたが、それがなくなります。もう一つは、バイデン政権は新型コロナウイルスに対する警戒感が非常に強いので、経済を活性化することに対しては、慎重だという点です。

逆にプラスの要素としては、関税上乘せの回避と移民の規制緩和がありますが、全体として見れば

ばぎりぎりのトリプルブルーですから、若干のプラスではあるものの、モデルで申し上げたほどの押し上げ効果は期待できないと思います。

三点目としては、中東情勢です。バイデンは欧州や中東への関心が強く、例えば人権の面から中東政策を強引に推し進めていったときに、そこが混乱するリスクは相当あります。万が一ホルムズ海峡が封鎖されるような事態に至った場合、過去の事例などに照らすと、原油は一〇〇ドルを超えてもおかしくない。原油が二〇%（約一〇ドル）上がると、日本のGDPは単純計算で〇・一%落ちますし、それ以外にも世界中の金融市場の混乱や円高などを含めていえば、かなりの下押しが想定されるので、中東に関する警戒は怠れません。

四点目として、バイデン政権の中国に対する強硬姿勢は恐らく変わらないと思いますが、一部で心配されているのは、第二のニクソン・ショック

と言われている、日本の頭越しに米中が環境問題で和解し、はしごを外されるリスクです。これは一定程度警戒しなくてはいいけません。

五点目としては、ワクチンです。欧米と日本のワクチン製造に関する哲学は根本的に異なっています。欧米は、多くの死者が出ているので、副作用・副反応が少々あっても、とにかく効くものを積み上げて九割まで効くようにしています。しかし、日本は安心・安全が第一で、五割程度しか効かなくても副作用・副反応が少ないものをつくっています。ですから、欧米ではこれから副作用・副反応が生じるリスクがあるかもしれません。

また、ワクチンには、効かないときに上がり過ぎた株が下がるリスクと、よく効いたときに景気がよくなり過ぎて金利が急上昇し、新興国からの資金の引き揚げや株の暴落が起きるリスクがあるので、この両極のリスクに警戒する必要があります。

す。

最後の六項目が、グローバルにITサイクルがよくなっていることです。また、アメリカの自動車販売もペントアップデマンドによって、当面は底堅い状況が続くと思われます。これらは産業面から見れば不幸中の幸いであると考えます。

○高田 アメリカについては、トリプルブルーのケースでも、トランプ勝利のケースでも、景気拡張的な対応はしたと思います。さらに、もともとバイデンは、カーター以来の弱い大統領と言われていて、その意味では、今回トリプルブルーになったことで、景気回復の動きが生じやすく、既に一・九兆ドルの対策を掲げていますし、夏にかけてはインフラ投資も加わって、相当拡張的な対応にならざるを得ないと思います。

増税については、大統領選においても議論はしていますが、実際問題としては、実現しづらい状

況だと思えます。バイデン政権内の左派はかなりの影響力を持っているので、長期的には格差是正で増税を行い、富裕層から取ることも当然起こり得ますし、既に議論としてはあります。しかし、そうした議論が出にくい中では、緩和的、もしくは拡張的な部分が今の政治的な関係からも生じやすいと思えます。

さらに、トランプ政権は前政権の政策を全部覆したわけですが、対中間税や対移民などを今回また覆すと、それはよりプラスの要因になり得ますので、その点からすると、今年のアメ리카は、やや上振れしやすい部分も含め、ある程度安定的に推移すると思っています。

三、日本経済の展望

○海津 世界経済全体の話を皆さんにお聞きした

上で、米国のバイデン政権の経済政策、環境政策、対中政策について少し議論させていただきましたので、世界経済のパートは以上といたします。

次に、日本経済に話を移したいと思います。日本経済の見立て、また課題、ポストコロナ、いろいろな切り口があらうかと思いますが、嶋中さんから順にお願いします。

○嶋中 日本経済については、まず足元の緊急事態宣言の影響を考えておかなければいけません（P 20表1）。

二〇二〇年四―五月の宣言時の個人消費は四・三兆円減少しましたが、今回は、飲食店中心、午後八時以降の外出自粛、地域が限定的ということもあり、前回よりは小さな減少にとどまると考えられています。

東京、大阪など一一都府県での緊急事態宣言の

影響ですが、一―二月の個人消費が一・九兆円減少すると思われます。これは、一―三月のGDPを一・四％押し下げ、実質成長率（前期比年率）を五・六％押し下げます。

また、緊急事態宣言の影響で、そのほかの自治体でも、次々に宣言・時短営業要請をする可能性もあるので、その他一二道県を合わせた二三都道府県での影響をみると、一―二月の個人消費は二・五兆円減少し、前回の宣言時の六割弱になると思います。これは、一―三月のGDPを一・八％押し下げ、実質成長率（前期比年率）を七・一％押し下げますので、残念ながら、日本の一―三ヶ月は前期比年率で二・八％ぐらいのマイナス成長になる可能性があります。

ただし、この落ち込みは個人消費ないしサービス業を中心としたものです。製造業は輸出などによってかなり強いので、製造業と非製造業で違う

動きが起こり得ます。

なお、二月七日の緊急事態宣言の解除については、楽観的な材料も少し出てきています（P 20 図1）。

コロナが終息するためには、一人の患者が何人に感染させるかを示した実効再生産数が一を下回らなければなりません。一月一六日が一・〇三、一七日は〇・九七まで下がってきました。東京では、一月一六日が〇・九二、一七日は〇・八九です。〇・七台になると、早晚、東京では感染者数が五〇〇人を割る状態になる可能性が出てきます。

また、コロナが終息するにはワクチンがポイントになるわけですが、二月下旬から、まずは医療従事者と六五歳以上の高齢者を対象に接種を行い、何とか六月までに日本国民全員へということになっています。これが実現できるかどうかは別

として、東京オリンピック・パラリンピックの開催に向けて希望を抱かせるものです。

一方で、東京オリンピック・パラリンピックが中止になった場合は、どれぐらいの影響があるのでしょうか（P 20 表2）。

二〇一三年の誘致成功以来、建設など一〇兆円程度の関連投資の中で、まだ一兆円ぐらい積み残したものがあると想定すると、約一兆円の損失が発生します。また、インバウンド消費や国内居住者の関連消費が実現されないと二兆円程度の損失。さらに、大会経費の未執行分が六〇〇〇億円弱ありますので、これらを全部合わせると三・六兆円になり、波及効果も含め二〇二一年のGDPを〇・七%程度押し下げます。これは大変厳しい事態ですので、何とか開催にこぎつけてほしいというのが私の願いです。しかし、アンケート調査では、国民の八割近くが「できないのではない

か」と言っており、それを覆せるかどうかが菅政権の課題です。

成長率は、二〇二〇年度はマイナス五・三%、二〇二一年度はプラス三・七%。二〇二二年度は、東京、北京と東アジアで連続してオリンピック・パラリンピックが行われる反動が出ることで、そして、コロナ禍で実施されてきた世界的な財政・金融の緩和から、引き締めへの転換が政策当局により企図されること、これらが相まって成長率は〇・三%ぐらいと思っています。

○熊谷 これからの日本経済のシナリオは、ワクチンの普及や感染状況によって大きく変わってきます（P11）。メインのシナリオは、暦年で、二〇二一年はプラス二%、二〇二二年がプラス二・五%です。ちなみに、二〇二一年度では、プラス三・四%です。

ここでは一都三県での緊急事態宣言という前提

で計算しているので、これがもし一都道府県に拡大すると、プラス二%はプラス一・七%。さらに全国レベルに拡大するようであれば、単純計算ではプラス〇・七%になります。そのときは恐らく世界経済も相当悪くなっていますから、マイナス成長が視野に入る可能性があります。

逆にワクチンが普及したときは、二〇二二年はプラス四・六%まで上振れします。他方で、リスクシナリオとして、二〇二一年に二度、日米欧で感染爆発があった場合には、完全にマイナス成長が視野に入ってきます。

雇用は遅れて悪くなってくる遅効指標ですが、リスクシナリオのときは、現在の二・九%の失業率が5%近くまで上がって、三〇〇万人以上の失業者が出ます。また、弊社の定量分析では、これとは別に、今でも三〇〇万人以上が社内失業、雇用保蔵の状況にあるとみられますので、特に雇用

に關しては万全の対策を打っていかないといいな
いと思います。

ただ、現在、毎月三三万円の雇用調整助成金が出ます。しかも、一週間で二〇時間未滿の非正規の方々も対象となります。月三三万円は、大企業ベースで、所定内の賃金だけではなくて残業時間などの所定外の賃金までを平均的にカバーできる額です。ですから、かなり手厚い対策といえます。

そして、一日当たり六万円が時短要請に伴って出されますが、これは一カ月で見れば一八〇万円です。ちなみに、新宿や渋谷界隈の一カ月間の賃料は平均で八〇万円から九〇万円ですから、一八〇万円は、十分カバーできる額になります。

また、飲食店の平均的な売り上げは一日当たり大体一五万円程度で、約三割が固定費なので、一日当たりの固定費は大体四万五〇〇〇円で、これ

をカバーする形で一日当たり六万円が支給されます。しかも、これは一企業ということではなく一店舗当たりですから、国際比較でも、かなり手厚い対応という認識です。

そもそも菅政権に対しては、国家理念がない、全体観がないという批判がよくあるわけですが、菅政権の基本的な考え方を、私なりに整理すると、「国民の安心・安全」と「経済成長・労働生産性上昇」の二つの間で好循環を起こすことだと思えます（P 12）。

例えば、「経済成長・労働生産性上昇」では、大きな柱としてグリーン社会があり、また、女性の活躍などの多様性（ダイバーシティ）に関する政策のブロックや、インバウンドの拡大などの国を開く政策のブロックなどが存在します。

このような全体の構成になっているので、決して全体観がないわけではなくて、この中で大きな

柱としてグリーン化とデジタル化、加えて、あえて言えば規制改革を柱にして、これから徹底的な成長戦略を打っていくという考え方です。

その効果を暫定的に試算すると、グリーン化の効果は、二〇四〇年にかけて二四〇兆円の投資が行われて、GDPを毎年一・二%ずつ押し上げます（P13）。デジタル化は毎年一・一%の押し上げで、二つ合わせると毎年二・三%、大体一二兆円で、これは消費税に換算すると約四・四%ポイント消費税を下げるのと同じぐらいの景気に対する下支え効果があります。

菅総理に対してはいろいろと言われていますが、私自身は、今回の事態は、人類が初めて経験することなので、ある意味で、悩みに悩み抜いて対応されたのは仕方がない部分があると考えています。実際、菅総理には、毎月一〜二回程度のペースでご進講させて頂いておりますが、非常に

頭のいい方だと思います。菅総理は官僚が説明しているときに、通常、資料をめぐって四〜五ページ先を見ていると言われています。これは、トップクラスの経営者を超えるぐらいのレベルで、非常に理解力が高く、物事の本質を瞬時に見抜く能力をお持ちです。

それから、ご自身が持っているある種の既成概念があつたとしても、そのドグマには決してとらわれずに、柔軟かつ迅速な判断をされる方だという印象を持っています。今のところ、支持率が三割台と極めて厳しい状態ですが、菅総理の実力はこんなものではありません。ここからが本当の真価の発揮のしどころであると思っています。

○高田 日本経済の見通しについては、一〜三月初の状況も踏まえると、今年の成長率は暦年で二%にいくかどうかで、アメリカやヨーロッパに比べると、戻りが遅いのではないかと思います。

中国は昨年中に戻っていて、アメリカは今年の後半、それに対して日本は来年、再来年で、欧州に比べても戻りが弱いと思っています。

一番の論点は二極化です（P28）。私が最初に申し上げた「コロナ七業種」、サービス業を中心とした宿泊、飲食、生活関連、娯楽、医療福祉、陸運が、特に相当影響を受けやすい一方で、外需が中心の世界企業は比較的いいわけです。さらに今回の場合は、世界的に、資産価格がある程度安定的で堅調なので、コロナ七業種とそれ以外の業種で、非常に大きな差が出る二極化になりやすいと思います。

過去のバブル崩壊や金融危機と言われたリーマン・ショック以降のミニバブルのときと比べて、資産デフレがない状況が非常に大きく影響すると思います。

コロナ七業種は、売り上げがなくなり資本がな

くなる、要は損失が生まれている状況に対応して緊急的に無利子無担保の融資が行われています。本来であれば、補助金やエクイティで対応しなければいけないところが融資になっている状況ですから、ある面で資本不足の状況です。

一方で、大企業・ファンドは、資産価格が上昇している中で資本の余裕ができています。

今回の一番の課題は、この資本不足と資本余剰セクターの間でいかに資本仲介を行うことができるかです。場合によってはM&Aという形にもなりますが、この部分が非常に重要になってきます。

バブル崩壊やリーマン・ショック以降のときは、全体的な資産デフレの状況で、資本の余裕が国内になかったため、海外からの資本供給によって補ってもらったので、場合によってはハゲタカと言われるような状況にもなりましたし、日本の株

式市場も海外投資家が資本提供者だったわけですから。

今回の場合、もちろん海外に依存することもできますが、国内でも対応できるわけですから、国内でのリストラクチャリングが重要になってくると思います。

この状況は、一九八〇年代半ばの円高不況と言われたところと多少似ている部分があると思います。当時は、いわゆる基幹産業と呼ばれた鉄鋼や造船に問題が生じていました。そこに資産価格の上昇で余裕が出てきた株・不動産の含み益を活用しました。ただ、当時の場合は、それが不動産セクターの中で完結して、バブルという形のあだ花になってしまったわけです。今回は、資本の余裕を新たな産業群、デジタルやグリーンも含めたところに循環できれば、持続的な成長にもなり得ます。その点が重要ではないかと思えます。

コロナ七業種の問題は、まだ相当続く可能性があるかと見ています。ワクチンの開発が進んでも、サービス業を中心として回復力が鈍い中で、資本の余裕を循環できるかを、我々アナリストとしても今後注目していきたいと思えます。それが日本経済の今回の課題ではないかと思えます。

○海津 それでは、私から少し御説明を付け加えさせていただきます(P5左)。

GDPは二〇二〇年度がマイナス五・三%、二〇二一年度がプラス四・一%、二〇二二年度がプラス二・六%と、皆さんに比べて、やや高い感じがするかもしれません。緊急事態宣言の悪影響をもう少し織り込んだほうがいいと思う一方で、先ほど議論になった、アメリカの準ブルーウェーブによって財政出動規模が短期的に一兆ドル、中期的に二兆ドルのインフラ投資法案が成立すると、当然そこは日本の輸出にとって少しプラスに効い

てくる部分もあるので、アメリカの政策の一段の積極化を考えると、これに近い数字は確保されると思っけています。

感染症については、数理的なモデルで計算してみたところ、二月下旬ぐらいには、ある程度落ちついてくる数字も出てきています。そのあたりから、ファイザー製のワクチンをどのタイミングでどれくらい使えるのかが、短期的には結構大事だと思っけています。それによって、五輪の実施の可否もかなりはつきりしてくるので、二月末から三月にかけての感染の落ちつき、ワクチン接種の実効性、このあたりが重要だと思っけています。

同時に、輸出については、比較的強めの見通しを立てています。その理由は、幸い、今は半導体サイクルの上昇局面に入っけており、恐らく二〇二二年、うまくいくと二〇二三年ぐらいまで続っけて思っけています。電子部品・デバイス工業の出荷・在庫

バランスで示されていますが、5GやIoT、さらには車の電動化など、さまざまところで半導体が使われて供給不足になり、自動車の増産が難しいところまで来ています（P7左）。半導体サイクルが上昇局面にあるのは、コロナで傷んだ日本経済にとってはプラスの効果が相応にあると思っけています。

中国は、中長期的には過剰債務問題その他、いろいろ課題満載だと思っけていますが、短期的には景気の牽引役になってくれそうです。もう一つ重要なのは、米中摩擦の中で供給網（サプライチェーン）の自立化を中国政府が言っけています。昨年の一二月一八日に終わっけた中央経済工作会议の中でもその点については強調して、二〇二一年は内需の拡大と供給網の自立化に積極的に取り組むことになっています。

ですから、アメリカを含めた形で供給網とは

別に、中国の自前の供給網ができるので、日本のように、半導体の製造装置やF A機器などの資本財を輸出する国にとっては、米国向けも中国向けも両方プラスに大きく側面があります。半導体サイクルの上昇局面と、中国の供給網の自立化は、日本にとっては意外にプラスに効くのではないかと思います。

この動きが、先ほどの感染症の落ちつき、ワクチン接種のスタート、オリンピックの実施につながっていくけば、輸出製造業はかなりの好調が予想され、マクロもそこそこの伸びを示してもおかしくはないと思っています。

実はポストコロナの中で私が今一番気になっているのは、出生数の大幅減です。コロナで子供をつくるのをためらっていて、このままいくと、今年は出生数が八〇万人、場合によっては八〇万人を割るのではないかという話が出てきつつあります。

す。

これは中長期の見通しの中で言うと、二〇三〇年ぐらいの想定で、コロナによって一〇年近く前倒して出生数が減少するかもしれません。今のところ、あまり政策議論にもなっていないですが、これは結構重大なことで、一旦は封印された移民活用問題など、いろいろなところに波及していく可能性がありますので、出生数について考えていく必要があると思います。

安倍政権時代は、どちらかというとM字カーブの是正や労働参加率を上げて潜在成長率を押し上げていくという発想が強かったのですが、恐らく一人当たり生産性を抜本的に上げていかないと、中長期の経済は成立していかないと思います。短期的には、比較的強めに見ることが出来る要素もある一方で、長期的には結構重大な日本経済の潜在成長率の低下につながる要素が出てきているの

で、短期と長期では大分イメージに違いが出てくると思っています。

四、株価と為替の見通し

○海津 日本経済の話は、これぐらいにさせていただきますまして、二〇二一年の株価、為替、金利等、マーケットの見通しについて、高田さんからお願いいたします。

○高田 最初の問題提起で、実体経済は戻り切らないものの「資産デフレなき初めての『危機』」だと申し上げましたが、この状況は実体経済にも関連が強い部分だと思っています。

特に重要なのは、不動産市場が安定していることです。日本経済は、資産デフレという意味でのバブル崩壊のときには、少なくとも国民経済計算上一〇〇兆円単位で国富が、特に不動産が消失

したわけでは、一〇〇兆円と一言で言いますが、GDPの二年間分ですから、とてつもない数字です。これが、バブル三業種と言われた不動産、建設、ノンバンクのバランスシートに影響を与え、そこに融資した大手を中心とした金融機関の問題になり、金融システム不安という形で波及し、信用収縮のようなものが起きたのが日本経済における失われた一〇年、二〇年、そして平成全体を通じた問題だったわけです。

今から十数年前のリーマン・ショックも、かなりの部分が不動産問題だったと考えられます。それが金融セクターにも波及し、経済全体に波及して世界的な危機につながったわけです。

今回についても、私はそのリスクはあったと思います。特に昨年の二―三月のときに、あのまま資産デフレを放置しておいたら、同じようなリスクが生じた可能性、もしくは不安があったのです

が、世界的な金融緩和、財政も含めた未曾有の対応で、そこで何とか食い止めた。この是非は、これから問われるべき部分は当然あるとは思いますが、少なくとも対応できたわけです。

さらに、今回の場合は、幸いにも大きなトレンドとして、いわゆるデジタル化やグリーン革命といった大きな構造変化が加わっていることと、資産価格がグローバルにも安定、特に不動産市場が安定していることが非常に大きいと思います。

こうした状況の中で、世界の金融機関なり投資家はどのような生き残り戦略があるのか（P30）。これを私は「LED戦略」と言っています。LはLong、EはExternal、DはDiversified、長期に、海外に出る、もしくは多様化ということで、金利以外のもの、配当であれば株ですし、賃料であれば不動産になるわけですが、こうしたところにお金がにじみ出るような状況になっ

ているわけです。

確かに昨年の二―三月においては、「CDB戦略（Cash・Domestic・Basic）」と私は言っていますが、何しろリスクを避けるということで緊急避難的にキャッシュに向かったわけです。しかし、世界的な対応やLEDという流れの中で、世界的にも株は高くなりやすい状況になっていると思います。

その意味では、日本においても三万円という水準が視野に入ってもおかしくない状況だと思えます。アメリカも、やや割高感は出ていますが、ある程度押し上げの状況になりやすい部分はあると思います。

ただ、その中のリスクは、金利だと思えます（P31）。株式市場のリスクは、コロナが完全に収まるケースと完全に悪くなるケースの両極端です。皮肉なことですが、完全に収まったときの金

利上昇リスクは考えざるを得ないと思います。

アメリカの長期金利を含めて、やや金利上昇の可能性が高いと思っています。アメリカの一〇年金利でいえば、年後半から来年に向けては一〇%半ば、場合によってはそれを超えることも起こり得ると思っています。二〇一三年のバーナンキ・ショックでは、実際に利上げが行われる二〇一五年の二〜二年前倒しで株価の下落が起きたわけですから、その辺のリスクには注意しなければいけないと思います。

逆に言えば、今のパウエル議長は、そうしたトラウマ、もしくはそれを教訓にして、金利の上昇はあるにしても、不動産、特にモーゲージを含めた住宅市場や株式市場に影響がないような形で市場との対話を行っていくのではないかと思えます。

その状況からすると、為替は、日米金利差から

アメリカの金利がやや上がりやすいので、ドルが回復する余地があります。ただ、アメリカの政策、特に通商問題があつた場合には、ドル安に振れるリスクもあり得ると見ています。

日本については、今の流れからすれば、資産価格がある程度底上げし、長期金利もやや上がりやすい状況です。ただ、一〇年国債のイールドカーブ・コントロールの中でいえば、超長期あたりのところに多少のステイプ化の要因が加わりやすいと思います。為替については、金利差から見ればドル高ですが、場合によっては、米民主党政権下で通商問題に伴い円高に振れるリスクも秘めていると思います。

○嶋中 株式については、給付金がふえて、世界的に財政と金融が連動した形になっているため、バブル的な動きが若干見られるのではないかと思えます（P 21 図 1）。日経平均の過去の下落から

の戻りの状況を見ると、リーマン・ショック後、ITバブル崩壊後、二〇一八年一〇月にFRBのパウエル議長が利上げをして、そのショックで下落したところからの戻りなどがありますが、一九八七年一〇月のブラックマンデーからの戻りが、今回の戻りに一番近く、むしろ今回はブラックマンデーも抜いているような状態です。

ブラックマンデーのときは、大恐慌になるのではないかと思われて、日銀がドル暴落懸念からの円高を止めようと大金融緩和をやりましたが、株価の下落が止まるどころか上がり続けて、八九年末には三万八九五円と、まさにバブルのピークをつけたわけです。今回は、そのペースよりも足元ではスピードが速い状況にあります。

日経平均と鉱工業生産の推移を見ると、三月に株価が底入れし、その二カ月後の五月に鉱工業生産が底入れしています（P21図2）。今後、株価

の後を生産が追っていくことになる、企業収益も生産の増加とともによくなっていくのではないかと思います。

企業収益について、全産業経常利益の前年比と交易条件の伸びを6四半期、つまり一年半先行させた数値の動きをみます（P21図3）。交易条件というのは輸出品を輸入物価で割ったもので、分母の輸入物価は原油価格の動きに左右されます。要するに、原油価格が下がると粗利がよくなって、その期待のもとで株価が上がって、実際に企業収益が上がってくるのですが、企業収益は交易条件の動きに沿って、今後よくなる流れになっていくと思います。

ですから、企業収益は、法人企業統計ベースでは、二〇二〇年度は三五%ぐらいの落ち込みかと思いますが、二〇二一年度は三五%ぐらいの増益になると思います。問題は、景気もよくなり、株

価も上がって、さらに、不動産価格も上がるという具合に、何となくずつとよくなりそうなムードになってくると、政策当局としてはちよつと困ってくるわけです。したがって、アメリカでは、比較的早くFRBが牽制し始める可能性があるのではないかと思えます。

アメリカのマネタリーベースの伸び率を三カ月前比年率で見ると、またふえてきています（P21図4）。通貨の量が多い国の通貨価値は下がるので、本来ならドル安になりがちなところを、今はそうではない状況に持ってきています。これは何か別の要因があるのではないかと思えます。アメリカの金利の先高感、さらには、実体的には、アメリカ景気がこれからかなりよくなっていくという期待感が非常に強いのではないかと思えます。

マネタリーベースの動きとかけ離れた实体经济の動きでドル・円が動いてきて、今年の後半ぐら

いには、一ドルが一〇五〜一〇六円とややドル高の方向に来るのではないか。要するに、FRBが金融政策を引き締めるといふ雰囲気が強くなってくるのではないかと思えます。

そう考えると、二〇二一年度の日本経済はとて面白いと思えます。二二年度は、東京オリンピック、さらに北京オリンピックも一応あると考えて、CIの一致指数をもとに日本の景気予測をしています（P20図2）。昨年の五月にコロナショックでCIの一致指数が落ちました。そして急速に戻ったところ、また緊急事態宣言で二月まで落ちて、そこから、やや楽観的な想定ですが、東京オリンピック・パラリンピック、さらには北京五輪が行われることにより、景気は二〇二二年の三月ぐらいまで上がって、その後、やや調整が起こると見えます。ただ、その調整がどの程度になるのかは、景気刺激・引き締めとも、政策をやり過

きるかどうかにかかってくるので、うまくやっていただきたいと思います。

そして、逆に二〇二三年以降は、ちょうど大阪万博に向かつての建設投資が始まってくるので、そこからまた非常に力強い中期的な動きが可能なのではないかというのが私の見方です。

では、肝心の日経平均ですが、今年の七―九月期に三万一五〇〇円ぐらいまではあり得ると思っています。それを超えることや危険水域かと思えます。そして年末には、少し勢いが衰えて、二万九五〇〇円ぐらいかと思えます。

○熊谷 私からは、大きく三点申し上げます。

一点目は、日本株はベースとして強いということです。基本的には三万円を超える展開だと考えます。

二点目は、リスク要因として円高を一定程度警戒しなくてはいけないということです。

三点目は、アメリカ株については相当割高感が出ているので、ワクチンの動向次第で、ワクチンが効き過ぎたときも効かな過ぎたときも、アメリカの株が大きく落ちるリスクを警戒しなくてはならないという、以上三点です。

まず一点目の日本株がなぜ強いかについては幾つか理由があります。

一つは、世界的なカネあまりの中で実物資産の投資先がほとんどないので、どうしても金融資産にお金が回る。しかも、不動産などと比べれば比較的小回りがきく株式投資がちょうど手ごろだということ です。

二つ目として、ワクチンや治療薬に対する期待感があります。

三つ目は、これはある意味で最も重要な点かもしれませんが、基本的にピンチはチャンスだということ です。ポストコロナの構造変化をすでに株

式市場は織り込み始めています。例えば、フォーチュン500の企業のうち半分以上の企業は、不況の時期に生まれています。その時期はごくわずかな期間ですから、やはりピンチはチャンスであって、そこでの構造変化を先取りした企業が劇的に成長しているわけです。

四つ目は、客観的に見て、日本は感染者数も死者数も、欧米諸国などと比べれば圧倒的に少ないという事実があります。これは一部の人が「遠近歪曲」などという言葉を使って表現しますが、やはり隣の芝生は青いわけで、ほかの国、ほかの会社はよく見えるけれども、近くのものはどうしても過小評価して、いろいろ文句を言いたくなる傾向があります。

例えば、コロナ分科会は、本来は感染症防止と、病床確保などの医療体制の整備の二つをやるためにつくられたのですが、今は前者しかやって

いなくて、後者をやるうとすると、事実上、厚労省が反対してできないという問題があるわけです。今までは重症病床一床当たり一九五〇万円という、言葉を選ばずに言えば、アメとムチのアメのほうを中心にやってきたわけです。先週の金曜日の読売の一面で大きく報じられていましたが、これからは医療資源を政府がある程度マネージするような勧告を出すことができるようになります。これは制度論としては当然のことで、これから病床の確保は今までよりも確実に進んでいきます。また、医師、看護師といった医療関係者の適正配置ができていないことに問題があるわけですから、それができてくれば、状況も大分変わってくるのではないかと思います。

五つ目は、ミクロとマクロの乖離です。これは不況の六業種、七業種という話に加えて、上場企業の一部は優良企業で、収益が非常に上がって

ますが、一方で中小企業はあまりよくないので、マクロの肌ざわりの感覚はよくない。ここにミクロとマクロの乖離があるわけで、景気回復の実感が乏しいなかで株価が大きく上昇しても、それは決して不自然な話ではないということです。

六つ目に、グローバルなITサイクルは底入れをしてきました。

七つ目として、グリーンとデジタルを柱にした菅政権に対する一部の期待感も、外国人の中にあるからだと思います。

二点目の為替に関しては、トリプルブルーによつて、アメリカの金利上昇観測が出ていますから、一時期のような極端な円高圧力は弱まってくると考えます。とはいえ、大きな流れでいえば、アメリカが大胆な金融緩和を継続する一方で、日本は追加金融緩和の手段がかなり限られるわけですから、大局的には円高圧力を警戒しなくてははい

けないと思います。

もう一つ、アメリカは非常に利己的な国で、ドル高政策が一番、ドル安政策が二番、三番目がドルの安定化策で、この一、二、三というサイクルを過去数十年間にわたって繰り返してきたわけです。

この政策は、実は三つの要素で決まっています。一つは、米国の経常赤字が拡大するとドル高からドル安に行く。二つ目は、アメリカのインフレが安定しているときにドル高からドル安に行きます。なぜかといえば、ドル安というのはトリプル安を招きかねない劇薬ですから、ある程度インフレも金融市場も落ちついているときしかできないのです。

今は、この三つの条件を大枠ではほとんど満たしているので、バイデン政権との間で安倍トラン

プ関係のような極めて友好的な関係をつくれなかったとすれば、ドル安カードを切ってくることを警戒しなくてはいけません。

三点目はアメリカの株式市場です、ノーベル賞学者のシラー氏のシラーPERの長期推移の表(P14)で、過去一〇〇年間ぐらいのアメリカの株のバリエーションを見ると、一番割高だったのがI.Tバブルの前夜で、二位争いをしていたのが、世界大恐慌の前夜と今回です。今回は、コロナで一度二五倍ぐらいまで落ちて、割高感が一旦解消したわけですが、足元で見れば恐らく世界大恐慌を超えるぐらいまで上がっています。

これから怖いのは、ワクチンに対する期待が割げることと、逆にワクチンが効き過ぎてしまつて金利が急上昇することです。ゴルディロックス的な形であれば持ちますが、どちらに行つても、アメリカの株が大きく落ちて、日本の株も売られる

リスクについては引き続き警戒が必要だと考えます。

○海津 それでは私から、ごく簡単にマーケットの見通しを申し上げます(P6左)。

業種別経常利益の推移を見ると、二〇一九年度から二〇二〇年度にかけて減益局面があった後、二〇二一年度、さらに二〇二二年度と、かなり急速に企業業績が回復していく見通しです。二〇二二年度は、五〇兆九〇〇億円ぐらいで、二〇一八年度の四八・二兆円を5%ぐらい上回る見通しです。今年の年末は、一年先の二〇二二年度業績をかなり織り込むので、さらに上昇していくことが期待されます。

昨年末のTOPIXは一八〇五ポイントですが、今年の年末は二〇〇〇から、うまくいくと二一〇〇ぐらいと思っています。利益が二〇一八年度よりも5%ぐらい高いので、二〇一八年の高値

一九〇〇ポイントの五%高で二〇〇〇になりますし、米国株にサヤ寄せされる形で予想P E Rを一七・五倍ぐらいとすると、二一〇〇ポイントも考えられます。その場合、日経平均は三万円から三万二〇〇〇円ぐらいと考えています。

為替については、トリプルブルーになって財政の拡張政策がより鮮明になる中で長期金利がゆっくり上がってきているので、これがドルのサポート要因になって、今年の年末はドルが一〇七円か一〇八円ぐらいと考えています。

留意点は、幾つか出ているように、長期金利の上昇が大きくなると、当然予想P E Rは急激に下がってきますので、それが起きるかどうかが。私どもは、二〇二三年の第四半期ぐらいにようやくアメリカはゼロ金利解除ができると思っています。Q Eのテーパリングは二〇二二年の前半と違って、今年に関していうと、米国株も年末

までまだ高く、日本は製造業の比率が利益の半分を占めているので、グローバル製造業の好調が大きなプラス要素になって、米国株よりも日本株のほうが上昇しやすいと考えています。

なお、日本経済新聞は日経平均ばかりで語っているのが、足がすぐむぐらい高いところにいると言う人が多いのですが、T O P I Xで見ると、まだ二〇一八年の高値に届いていません。その意味で、別に高所恐怖症になる必要はないと思っています。二〇一八年当時の日経平均とT O P I Xの関係は一二・八倍ぐらいで、今は一五倍を超えています。これは、日経平均採用の値が成長株が買われているからで、それほど割高であると考えなくてもいい。まずはT O P I Xで考えて、それを日経平均に翻訳すると、三万円ないしそれを少し超えることが展望できるわけです。

もしこれが違うとすると、F R Bが何らかの理

由で早めにQE政策のテーパリングに踏み切らざるを得なくなつたときで、そのときは年央高で後半はやや尻つぼみになるという、嶋中さんの議論に回帰していくのかなと思います。逆に言うとは、年末までは持つと見ています。逆に言うとは、今年、三万円を大きく超えるようなことがあつても、二〇二二年はかなり気をつけなさいといけません。金融政策次第では、横ばいしないし下がる可能性もあり得ると考えています。

○海津 残り時間は少ないのですが、これだけぜひこの方に聞きたいということがあれば、一つ、二つ、どうぞお出しただきたいと思えます。いかがでしょうか。

○質問者 熊谷さんにお聞きます。今日はSDGsの話はあまり出なかつたのですが、先般、政府は、二〇五〇年までにカーボンニュートラルを

ということであつてよく手を挙げました。ところが、よく考えてみると、日本は原発再稼働のハードルが中国に比べても非常に高い。さらに、洋上風力発電や太陽光発電などについても、日本にはいろいろ制約要因がある中で、再生可能エネルギーでは今後何を中心になつていくと政府は考えているのでしょうか。

また、二〇五〇年というと、個々の会社の経営を考えると、非常に長いわけです。その間に電力コストが上がってしまうと、製造業に与える影響が非常に大きいので、デジタル・トランスフォーメーションに行く前に日本の製造業のコスト競争力がますます落ちてしまう感じもするのですが、いかがでしょうか。

○熊谷 ちょうど「文藝春秋」の二月号に、グリーン化について八ページぐらい、私のインタビュー記事が載っていますので、そちらをあわせ

て御覧いただきたいと思いますが、カーボンプラ
イシングをやるかどうか、カーボンニュートラ
ルを実現できるかどうかの大きな鍵を握っていま
す。

実は私も非常勤の国家公務員としての守秘義務
があるため、歯切れの悪いことしか言えない部分
もあります。現実問題として、環境省はカーボ
ンプライシングなどに前向きですが、経産省は、
特にカーボンプライシングに関してはあまり入れ
たくないのです。これから政府や自民党の中で、
カーボンプライシングを本当にやるのかどうか
大きなポイントになってくると考えています。

また、もしグリーン化を本当にやるのであれ
ば、デジタル庁のように、予算と権限を司令塔の
ところを集める必要があると思います。

その他、「見える化」が必要です。ある経済活
動がどれだけCO2を出しているのかを、個人に

対しても企業に対しても「見える化」を進めて
いって、最終的には個人に対してエコポイント的
なものを与えたり、家計にはESG投資に対する
グリーンインセンティブをしっかりと与えていくな
ど、いろいろな部分でこれからやらなくてはいい
ない課題が残っていると思います。

それから、ご指摘があったように、どれだけ太
陽光発電や洋上風力発電ができるかは、各国・地
域の自然環境などによって違ってきます。ある
種、日本の地理的な面を含めた不利な部分のイ
コール・フッキングなどについて、日本がどの
ようにグローバルなルール作りに主体的に関与し
ていくかも併せてこれからの課題になると思いま
す。

原発についても、恐らく政府は、稼働できるも
のはしながら、その中であるべく再エネ化を二〇
五〇年にかけて進めていくという考え方でしょ

う。

いずれにしても、菅政権は不転の決意でカーボンニュートラルを打ち出しましたが、それに反対する勢力がメーカーの中にも、政府内にもあって、完全にオールジャパンの状況になるにはもう少し時間がかかるのではないかと印象を持っています。

○海津 ありがとうございます。それでは時間になりましたので、このあたりでお開きにさせていただきます。ありがとうございます。

○増井理事長 海津さん、熊谷さん、嶋中さん、高田さん、どうもありがとうございます。コロナ下で大変不透明な状況をどう見通されるのか興味を持っていたのですが、相変わらず弁舌爽やかに、大変充実した議論ができたのではないかと思います。

いずれにいたしましても、来年の今ごろはコロ

ナが終息して、そういうこともあったと言えるような状況になるのが一番いいのだらうと思います。

す。
それでは、今日の「新春討論会」はこれで終わりたいと思います。皆さん、最後に盛大なる拍手をお願いいたします。(拍手)

(かいつ まさのぶ・野村證券金融経済研究所
シニア・リサーチ・フェロー兼アドバイザー)

(くまがい みつまる・大和総研専務取締役調査本部長
チーフエコノミスト)

(しまなか ゆうじ・三菱UFJモルガン・スタンレー証券参与
景気循環研究所長)

(たかた はじめ・岡三証券グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト)

(本稿は、令和三年一月一八日に開催した「新春討論会」の
討論の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある)

海津政信氏

略歴

1975年野村総合研究所入社。同社企業調査部次長、投資調査部長などを経て、1997年野村証券金融研究所投資調査部長。2000年同社金融研究所副所長兼企業調査部長。2002年同社経営役金融研究所長。2004年同社経営役金融経済研究所長。2007年同社経営役金融経済研究所チーフリサーチオフィサー。2012年より現職。

熊谷亮丸氏

略歴

1989年日本興業銀行（現みずほ銀行）入行。同行調査部などを経て、2005年メリリンチ日本証券チーフ債券ストラテジスト。2007年大和総研シニアエコノミスト。2010年同社チーフエコノミスト。2014年同社執行役員チーフエコノミスト。2017年同社常務執行役員チーフエコノミスト。2018年同社常務取締役チーフエコノミスト、2020年より現職。内閣官房参与（経済・金融担当）、政府税制調査会特別委員など公職を歴任。

嶋中雄二氏

略歴

1978年三和銀行（現三菱UFJ銀行）入行。同行調査部などを経て、1984年日本経済研究センター研究員。1997年三和総合研究所主席研究員。2006年三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部長兼主席研究員。2007年三菱UFJ証券参与景気循環研究所長、2010年より現職。内閣府景気動向指数研究会委員。

高 田 創 氏

略 歴

1982年日本興業銀行（現みずほ銀行）入行。同行市場営業部、審査部などを経て、1997年興銀証券市場営業グループ投資戦略部チーフストラテジスト。2000年みずほ証券執行役員チーフストラテジスト。2011年みずほ総合研究所常務執行役員調査本部長チーフエコノミスト。2017年4月同所専務執行役員調査本部長チーフエコノミスト。2019年4月同所副理事長エグゼクティブエコノミスト。2020年より現職。